

О.А. ЛЬВОВА

доктор экономических наук, доцент кафедры финансового менеджмента
факультета государственного управления
МГУ имени М.В. Ломоносова

ОЦЕНКА СОСТОЯНИЯ БИЗНЕСА В РАМКАХ АНТИКРИЗИСНОГО УПРАВЛЕНИЯ: ПОДХОДЫ ДЛЯ СОБСТВЕННИКА, КРЕДИТОРА, АРБИТРАЖНОГО УПРАВЛЯЮЩЕГО И ИНВЕСТОРА¹

В статье предложены подходы к оценке состояния бизнеса разными стейкхолдерами в целях антикризисного управления его развитием и устойчивостью. Для собственников и менеджеров разработана система рыночных, операционных, инвестиционных, финансовых, управленческих и организационных признаков снижения устойчивости бизнеса. Для банка-кредитора предложена стратегическая карта, включающая рыночные, процессные, ресурсные и финансовые триггеры, выявляемые в ходе экспресс-диагностики и расширенного триггер-анализа. Для арбитражных управляющих модифицирована методика финансового анализа, дополненная алгоритмом изучения сделок и выявления признаков «объективного банкротства». Для потенциальных инвесторов разработана модель сценарной оценки, позволяющая определять выгоду, альтернативные издержки, целесообразность слияния / присоединения проблемной компании, стоимость ее восстановления и интеграции, синергетический эффект от объединения бизнеса.

Ключевые слова: *финансовый анализ, устойчивость бизнеса, признаки (индикаторы, триггеры) кризиса, несостоятельность (банкротство), арбитражный управляющий, должник, кредитор, инвестор, слияния и поглощения с участием проблемных компаний, стратегическая карта, финансовые коэффициенты.*

УДК: 336.6, 338.5, 65.01, 65.02, 657.6

EDN: KTQLRS

DOI: 10.52180/2073-6487_2023_4_89_111

¹ Статья написана на основе диссертационного исследования автора: *Львова О.А. Трансформация системы управления банкротством в России для повышения устойчивости бизнеса: диссертация ... доктора экономических наук: 08.00.05 / ФГБОУ ВО «Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова». М., 2022.*

Введение

Каждая компания имеет широкий круг стейкхолдеров, каждый из которых заинтересован в оценке состояния ее бизнеса, но имеет свой, специфичный круг интересов и, соответственно, задач при проведении таких оценок. Кроме того, задачи стейкхолдеров меняются в зависимости от жизненного цикла компании (далее – ЖЦО). Все это требует разработки специализированных подходов к оценке разными стейкхолдерами состояния бизнеса. Целью настоящего исследования является разработка инструментария, позволяющего принимать обоснованные решения при оценке основными стейкхолдерами – собственником, кредитором, арбитражным управляющим и инвестором – состояния компании и ее бизнеса с целью антикризисного управления.

С точки зрения антикризисного управления, для *собственника (или руководителя компании) и кредитора* на всех стадиях ЖЦО критически важным является своевременное улавливание слабых сигналов ухудшения финансового состояния компании и снижения ее устойчивости для принятия оперативных мер по предотвращению развития кризиса и наступления неплатежеспособности. В стадии спада и кризиса компании дополнительный интерес к ней может появиться у внешних инвесторов (конкурентов, вертикально связанных структур (поставщиков, потребителей), других рыночных игроков), которые рассматривают подобные компании как инвестицию, позволяющую укрепить свое рыночное положение, получить синергетический эффект. Если кризис в компании все же перерастает в судебную процедуру банкротства, основные аналитические функции, согласно Закону «О несостоятельности (банкротстве)»², начинает выполнять *арбитражный управляющий*, одновременно исполняющий роль официального посредника в переговорах между должником и кредиторами. В отличие от первых трех категорий субъектов анализа, арбитражный управляющий опирается на принятые 20 лет назад нормативные правила, содержащие устаревшую и ограниченную методику анализа состояния компании-должника.

В данной связи представляется целесообразным систематизировать задачи перечисленных экономических субъектов на разных стадиях ЖЦО и выделить соответствующий им аналитический инструментарий (см. табл. 1).

² Федеральный закон от 26 октября 2002 г. №127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)».

Задачи анализа для различных групп стейкхолдеров на разных стадиях жизненного цикла компании

Стейк-холдер	Стадии ЖЦО, где проводится анализ	Задачи анализа
Собственник, менеджер	Все стадии: становление рост → зрелость → спад → кризис: трансформация/банкротство	Своевременное выявление сигналов ухудшения состояния и принятие оперативных мер по недопущению развития кризиса или его смягчению/преодолению
Банк-кредитор	Все стадии: становление → рост → зрелость → спад → кризис: трансформация/банкротство	Анализ заемщика на предмет определения: <ul style="list-style-type: none"> • кредитоспособности (этап выдачи кредита – на любой стадии ЖЦО); • соответствия показателей заемщика плановым (этап распоряжения кредитом – любая стадия ЖЦО); • степени проблемности (этап развития трудностей с погашением кредита) (стадии – спад, кризис); • дальнейшей стратегии работы с заемщиком (с учетом степени проблемности и его перспектив) (стадия кризиса)
Арбитражный управляющий	Банкротство (реорганизация/ликвидация)	Анализ финансового состояния должника в первой процедуре банкротства: <ul style="list-style-type: none"> • определение причин неплатежеспособности; • анализ сделок для выявления признаков преднамеренного банкротства; • определение характера введения последующих процедур (ликвидация или реабилитация). Дополнительно: выявление признаков объективного банкротства в случае появления оснований для привлечения контролирующих лиц к субсидиарной ответственности
Потенциальный инвестор в проблемный бизнес	Спад → кризис: трансформация/банкротство	<ul style="list-style-type: none"> • оценка целесообразности слияния/присоединения проблемной компании; оценка стоимости восстановления бизнеса и интеграционных мер; • оценка синергетического эффекта от объединения бизнеса.

Источник: составлено автором.

Рассмотрим подробнее проявление индикаторов снижения устойчивости бизнеса компании и ухудшения ее финансового состояния на разных стадиях ее жизненного цикла.

Признаки ухудшения финансового состояния компании на разных стадиях жизненного цикла

В стадии *становления* у компании могут возникнуть симптомы угрозы неплатежеспособности, связанные с малой изученностью «ближнего окружения» (поставщиков, покупателей и других контрагентов), с сохранением убыточности и низких денежных потоков дольше расчетного периода, увеличением запасов из-за неумелого управления оборотным капиталом, с ростом дебиторской задолженности из-за мягкой кредитной политики, а вслед за ней – кредиторской задолженности, с низкой ликвидностью, неадекватным управлением инвестиционными проектами, ошибочной оценкой перспектив рынка для освоения нового бизнеса (невостребованность продукции), прочее.

В стадии *роста* сигналы потери устойчивости могут быть связаны прежде всего с переоценкой собственной рыночной ниши, непродуманными расходами, неоправданно амбициозными инвестиционными проектами, дальнейшим увеличением долговой нагрузки, нерелевантными изменениями организационной структуры, переоценкой собственником административного ресурса.

В стадии *зрелости* или *аристократизма*³ даже на устойчивую крупную компанию могут повлиять макроэкономические и политические изменения, высокие управленческие расходы, возникновение излишних производственных мощностей, отсутствие адекватного управления непрофильными активами, общая инертность управления, в том числе медленное реагирование на изменения рынка, наличие разногласий и конфронтации между акционерами/топ-менеджментом, увеличение доли финансовых вложений в аффилированные компании, нарастание непрозрачности в группе компаний и появление новых фирм, роль которых в деятельности всей группы не ясна.

Табл. 1 показывает, что стадии *спада* и *кризиса* в развитии компании представляют интерес для всех выделяемых категорий стейкхолдеров, однако каждая группа преследует свои собственные задачи. Так, в стадии спада представители банка-кредитора должны быть готовы улавливать такие сигналы изменения состояния заемщика, как падение

³ Согласно типологии, предложенной И. Адизесом, стадия аристократизма, помимо снижения мотивации и инертной «работы как обычно», предполагает наличие значительных оборотных средств, что делает организацию привлекательным объектом для поглощения. Подробнее см.: [7].

Индикаторы и инструментарий анализа состояния проблемной компании для разных стейкхолдеров

Стейкхолдер	Индикаторы состояния бизнеса	Инструментарий анализа
Собственник, менеджер	<ul style="list-style-type: none"> • Рыночные, операционные, инвестиционные, финансовые, управленческие и организационные признаки снижения устойчивости. • Индикативная база моделей прогнозирования банкротства 	<p><i>Анализ «собственными силами»:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • горизонтальный (временной), вертикальный (структурный), трендовый, анализ относительных показателей, сравнительный, факторный; • оценка взаимовлияния внешней и внутренней среды бизнеса: SWOT-анализ, модель 5 сил конкуренции Портера [19], метод SPACE [6; 13; 23], сценарный анализ [18; 21; 22] и т. д.; • модели прогнозирования банкротства. <p><i>Инструменты привлеченных консультантов:</i> аудит и оценка в соответствии со стандартами профессиональной деятельности</p>
Банк-кредитор	<p><i>На этапе выдачи кредита:</i> установленные банком индикаторы кредитоспособности</p> <p><i>После выдачи кредита:</i> все стадии ЖЦО:</p> <ul style="list-style-type: none"> – рыночные триггеры; – процессные триггеры; – ресурсные триггеры; – финансовые триггеры 	<p><i>На этапе выдачи кредита:</i> внутренние скоринг-системы банка</p> <p><i>После выдачи кредита</i> – все стадии ЖЦО: комбинация экспресс-анализа и углубленного анализа на основе системы сбалансированных показателей.</p>
Арбитражный управляющий	<p>Динамика ухудшения показателей, закреплённых в нормативных документах</p>	<p>Коэффициентный анализ по нормативным методикам</p>
Потенциальный инвестор в проблемный бизнес	<ul style="list-style-type: none"> • Финансовые / нефинансовые выгоды инвестора от присоединения. • Альтернативные издержки – потери, если не участвовать. • Стоимость бизнеса: до покупки / на момент сделки; стоимость объединенной компании 	<p>Инструментарий привлеченных консультантов для проведения due diligence (комплексной проверки): аудиторов, оценщиков, юристов, финансовых консультантов и т. д., которые исходят из установленных стандартами процедур</p>

Источник: составлено автором.

выручки (по внешним и внутренним причинам); снижение EBITDA, денежного потока от операций; сокращение стоимости залога, увеличение запасов готовой продукции в связи с ее неликвидностью; рост долговой нагрузки; понижение кредитного рейтинга заемщика; изменения в составе собственников и/или топ-менеджмента; наличие разногласий и конфронтации между акционерами/топ-менеджментом; поступление негативной информации о деловой репутации заемщика; предъявление к заемщику исков третьими лицами; непрозрачное изменение организационной структуры заемщика; отзыв (окончание срока) разрешительной документации/лицензии на осуществление основного вида деятельности; снижение административного ресурса; увеличение доли финансовых вложений в аффилированные компании, дебиторской/кредиторской задолженности аффилированных компаний; нарастание непрозрачности в группе компаний; снижение возможности осуществления контроля за заложенным имуществом.

В систематизированном виде индикаторы и инструменты анализа описаны в табл. 2.

Следует подробнее остановиться на особенностях анализа, свойственных для каждой категории стейкхолдеров.

Индикативная база снижения финансово-экономической устойчивости и методы анализа в соответствии с задачами собственника и менеджмента

Для собственника и топ-менеджеров компании обязательным условием является отслеживание симптомов неплатежеспособности с точки зрения рыночных, операционных, инвестиционных, финансовых, управленческих и организационных признаков:

- рыночные: негативные макроэкономические и геополитические тренды (колебания курсов валют, сокращение доступа к импортному сырью за счет санкций, изменение государственного регулирования в сфере деятельности и проч.), изменения на отраслевом рынке продукции (услуг) компании (активизация конкурентов, угрожающая потерей сегмента, сокращение доли рынка вследствие изменения предпочтений или покупательной способности потребителей, разрыв длительных контрактов, в т. ч. по госзаказам), увеличение зависимости от узких групп покупателей и поставщиков, изменение объемов поставок сырья. Несмотря на некоторое сходство с рыночными триггерами, представленными в данной статье далее для кредиторов, важно понимать, что взгляд собственника здесь отличается. Кредиторы заинтересованы как минимум в сохранении позиций бизнеса заемщика, объявленных на этапе получения кредита. Для собственника, смотрящего

в будущее, такое сохранение и выживание может грозить застоем и спадом, тогда как реализация новых инвестиционных проектов – являться обязательным условием необходимого перехода к следующей фазе жизненного цикла организации за счет расширения, масштабирования ее деятельности, преодоления угроз. Исходя из этого, дополнительным признаком потери устойчивости будет являться невозможность такого перехода, высокая опасность потери достигнутых позиций;

- операционные: падение выручки, рост себестоимости, управленческих и коммерческих расходов, увеличение запасов готовой продукции, сырья и материалов, возникновение чрезвычайных ситуаций на производстве;
- инвестиционные: невыполнение в срок инвестиционного проекта, неполучение от него предполагаемой отдачи, выявление несоответствия срока кредита и окупаемости инвестиционного проекта, недостаточность его ресурсной базы;
- финансовые: увеличение дебиторской задолженности, рост кредиторской задолженности и общей долговой нагрузки, изменение доли валютного долга и валютных расходов по отношению к доле валютной выручки, сокращение рыночной стоимости имущества, падение стоимости акций, увеличение доли финансовых вложений в аффилированные компании, объема дебиторской/кредиторской задолженности аффилированных компаний.

Для повышения качества анализа состояния компании собственники и инвесторы часто прибегают к услугам консультантов – аудиторов, оценщиков и т. д., которые используют установленные профессиональными стандартами правила. При этом часть инструментов носит довольно общий характер и (сознательно или неосознанно) используется аналитиками для разных целей. К таким правилам относятся, например, Международный стандарт аудита 520 «Аналитические процедуры»⁴, в котором установлены принципы анализа, используемые не только при аудите, но и при оценке бизнеса, проведении процедур дью-дилидженс (Due Diligence), установлении рейтинга, проч.: использование консолидированной финансовой отчетности, ее компонентов и отдельных элементов информации в качестве информационной базы; учет не только финансовой, но и нефинансовой информации, включая сопоставление ее элементов между собой; сравнение показателей фирмы как с внутренней динамикой, так и со среднеотраслевыми значениями; выявление отклонений от ожидаемых показа-

⁴ Международный стандарт аудита 520 «Аналитические процедуры» (введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 09.01.2019 № 2н). П. 4.

телей (бюджетов и прогнозов, а также ожиданий аудитора); возможности применения различных методов (от простого сопоставления до комплексного анализа с применением передовых статистических методик).

Справедливо заметить, что подход к анализу со стороны собственника/менеджмента фирмы, проводимый «собственными силами» без привлечения консультантов, также исходит из принципов, аналогичных указанным в Международных стандартах аудита, однако редко опирается на упомянутые методики. Обобщая эмпирические методы анализа, описанные в третьем столбце табл. 2, возможно предложить для собственников следующую группировку методов, позволяющих своевременно выявлять признаки ухудшения финансового состояния бизнеса:

- расчетно-аналитический метод, включающий проведение экономического анализа и статистических расчетов для выявления причинно-следственных связей, определения качественных и количественных характеристик исследуемых операций, не содержащихся непосредственно в исходной информации;
- метод системного анализа, предполагающий изучение объекта анализа как совокупности элементов, образующих систему, с целью выявления всех факторов, влияющих на его функционирование;
- моделирование посредством изучения самого объекта и создания модели, которая содержит существенные черты и признаки оригинала.

Таким образом, по нашему мнению, современная индикативная база снижения финансово-экономической устойчивости и появления угрозы несостоятельности, с учетом описанных методов анализа для целей собственника/менеджмента, может быть охарактеризована наличием системы индикаторов в рамках *двух методических подходов*:

- 1) формально закрепленные бухгалтерские методики, используемые аудиторами (установлены нормативными документами 2002–2006 гг.);
- 2) инструментарий моделей диагностики банкротства и предупреждения несостоятельности [17; 24]. Однако проведенный нами анализ [11] показывает, что использование моделей для российских компаний [2; 8] имеет существенные ограничения: невозможность предвидеть воздействие внешних и внутренних неформальных факторов, проявляющихся нерегулярно, не подверженных экстраполяции, неодинаково воздействующих на разные компании; необходимость учета экономических условий национальной экономики, стандартов отчетности, уровня доступности разноплановых данных; невозможность создания

индикативной базы снижения устойчивости, универсальной для любого бизнеса ввиду высокой изменчивости условий функционирования бизнеса в России.

Остальные применяемые эмпирические методы анализа не могут быть унифицированы с точки зрения используемых показателей, но, безусловно, в различных комбинациях включают большинство из рассматриваемых ниже финансовых и нефинансовых индикаторов, позволяют получить некоторую оценку платежеспособности бизнеса.

Стратегическая карта триггер-анализа проблемного заемщика кредитором

Для кредитора важно отслеживать ухудшение платежеспособности заемщика до наступления крайней фазы, когда погашение обязательств становится для заемщика непосильным и тем самым ограничивает денежные поступления кредитора по основной сумме долга и процентам. Системные кредиторы, к которым можно отнести кредитные организации (банки), в современных условиях меняют модель взаимодействия с кризисными фирмами-заемщиками, трансформируя политику по управлению проблемной задолженностью в сторону участия банка в антикризисном управлении таким проблемным бизнесом, если он имеет соответствующий потенциал.

Кризис может нести положительное начало как для самого заемщика, так и для банка-кредитора. Компанию он может подтолкнуть к нововведениям (обновлению ассортимента и самого производства, выходу на новые рынки, изменениям в управлении, прочее). Для банка положительный эффект кризиса заемщика имеет опосредованное значение: приобретение нового опыта, обучение, выявление проблемных, нелояльных клиентов и избавление от них, обрастание новыми деловыми связями, совершенствование навыков улавливания индикаторов кризиса, прочее. Для банка важно различать кризис и кризисную ситуацию в компании-заемщике. Так, «кризисом» считается состояние неплатежеспособности и возникновение высокой вероятности банкротства, тогда как «кризисная ситуация» представляет собой угрозу развития кризиса и проявляется локально в какой-либо обособленной сфере деятельности заемщика. В этом случае задачей банка-кредитора становится своевременное реагирование на сигналы развития кризисных ситуаций, чтобы не допустить полномасштабного кризиса в компании-заемщике или смягчить его последствия.

Обычно внутри банка процесс мониторинга состояния заемщиков возлагается на специальный департамент, где осуществляется техническая работа: программные продукты и алгоритмы автоматически отслеживают изменение основных финансовых показателей заемщика

по периодам, когда тот предоставляет обновленную отчетность. Помимо отслеживания финансовых ковенантов, банки уделяют внимание контролю за состоянием предмета залога, т. к. обеспечение при выдаче кредита является основным способом хеджирования рисков.

По нашему мнению, работа банков по отслеживанию состояния заемщиков может основываться на предлагаемой нами двухуровневой модели анализа проблемного заемщика для выбора банком дальнейшей стратегии работы, основанной не только на отслеживании финансовых ковенантов, но и учитывающей рыночные факторы и возможности, влияющие на бизнес заемщика. Модель триггер-анализа проблемного заемщика интегрируется в специальную стратегическую карту и включает следующие два уровня:

1. Экспресс-диагностика, позволяющая в первом приближении понять ситуацию и выбрать тактику управления: определение добросовестности (недобросовестности) владельца бизнеса заемщика и его готовности (неготовности) сотрудничать → определение типа бизнес-модели заемщика (многофакторная/однофакторная⁵) → выявление наличия (отсутствия) фактической деятельности → категоризация заемщика по степени кризиса (низкая / средняя/высокая).

2. Расширенный триггер-анализ проблемности заемщика, позволяющий банку подобрать управленческий инструментарий для дальнейшей работы с заемщиком: определение ключевых показателей, которые также являются и точками контроля при мониторинге заемщика → выявление соответствующих триггеров проблемности, приведших к кризису (по 4-м блокам, более детально см. ниже) → формирование выводов о возможности (невозможности) продолжения функционирования бизнеса заемщика и целесообразности оказания поддержки со стороны банка-кредитора (на основе ответов на конкретные вопросы) → определение этапов антикризисного управления и приблизительная оценка их стоимости для банка.

Содержание основных 4-х блоков триггер-анализа основывается на комплексном подходе, зафиксированном в системе сбалансированных показателей (BSC) [9], что позволяет отслеживать основные возможные триггеры проблемности по четырем основным направлениям:

⁵ Многофакторная масштабируемая модель – бизнес зарабатывает за счет комбинации нескольких видов ресурсов, например, «продающего» бренда / присутствия на растущем популярном рынке / низких затрат / инновационных технологий / наличия адекватной управленческой модели. Однофакторная немасштабируемая модель – бизнес функционирует за счет одного ресурса, потеря которого приведет к невозможности успешно продолжать деятельность (например, административный ресурс либо связанный с личностью собственника или высшего руководства компании (включая его личный профессиональный опыт, квалификацию, репутацию, бренд)).

1. Рыночные триггеры целесообразно выявлять после изучения конкурентной среды, клиентских сегментов, соответствия деятельности заемщика среднерыночным показателям, определения драйверов роста рынка, на котором работает заемщик.

2. Ресурсные триггеры следует определять на основе исследования ресурсов, которыми располагает заемщик, что включает: состав и состояние материальных (внеоборотных и оборотных) и нематериальных активов, группировку активов с точки зрения их востребованности в основной деятельности заемщика и их ликвидности, изучение состояния трудовых ресурсов, оценка поведения собственника (менеджмента) заемщика на предмет добросовестности, определение значения административного ресурса в работе заемщика. Особое внимание имеет юридический аудит прав заемщика на объекты имущества, а также оценка состояния предмета залога.

3. Процессные триггеры можно выявлять на базе изучения основных бизнес-процессов заемщика (закупки, технологический процесс, организация хранения и сбыта готовой продукции, управление и контроль, ведение маркетинговой и инвестиционной деятельности, IT-обеспечение бизнес-процессов).

4. Финансовые триггеры могут быть обнаружены на основе изучения динамики финансовых результатов заемщика, особенностей формирования финансовых потоков при наличии аффилированных лиц, анализа движения денежных средств с расшифровкой расходов, анализа динамики рентабельности продаж, активов и инвестиций заемщика в сравнении со среднерыночными показателями, изучения структуры источников финансирования деятельности заемщика и основных финансовых коэффициентов долговой нагрузки, ликвидности и финансовой устойчивости. Конкретный перечень финансовых показателей может варьироваться как в зависимости от внутренних регламентов банка, так и от сферы, в которой работает заемщик. Так, например, Базельский комитет по банковскому надзору рекомендует использование показателей финансового левереджа, долг/ЕБИТДА, коэффициент покрытия процентов (ICR), коэффициента текущей ликвидности, коэффициент «кредит/залог» (LTV)⁶ для компаний, не занятых в сфере ритейла; а для заемщиков-ритейлеров в расчет следует принимать коэффициент обслуживания долга (DSCR)⁷, LTV, оценку по скоринговым моделям [20].

⁶ Loan-to-Value, LTV / Финансовый словарь Ассоциации российских банков. <https://arb.ru/b2c/dictionary/ltv-loan-to-value-ratio-422836/> (дата обращения: 07.08.23).

⁷ Debt Service Coverage Ratio, DSCR / Финансовый словарь Ассоциации российских банков. https://arb.ru/b2c/dictionary/dscr-debt-service-coverage-ratio-422829/?sphrase_id=742998 (дата обращения: 07.08.23).

Унификация анализа на основе предложенной модели способствует решению внутренней управленческой проблемы банков, связанной с разобщенностью подразделений, ответственных за выдачу кредитов, мониторинг, оценку рисков, работу с проблемными активами: каждое из них мотивировано на достижение собственных целей и применяет специфичный инструментарий анализа. Обмен опытом внутри подразделений, ознакомление со стратегической картой на разных уровнях может увеличить эффективность работы банка по предотвращению и управлению проблемной задолженностью.

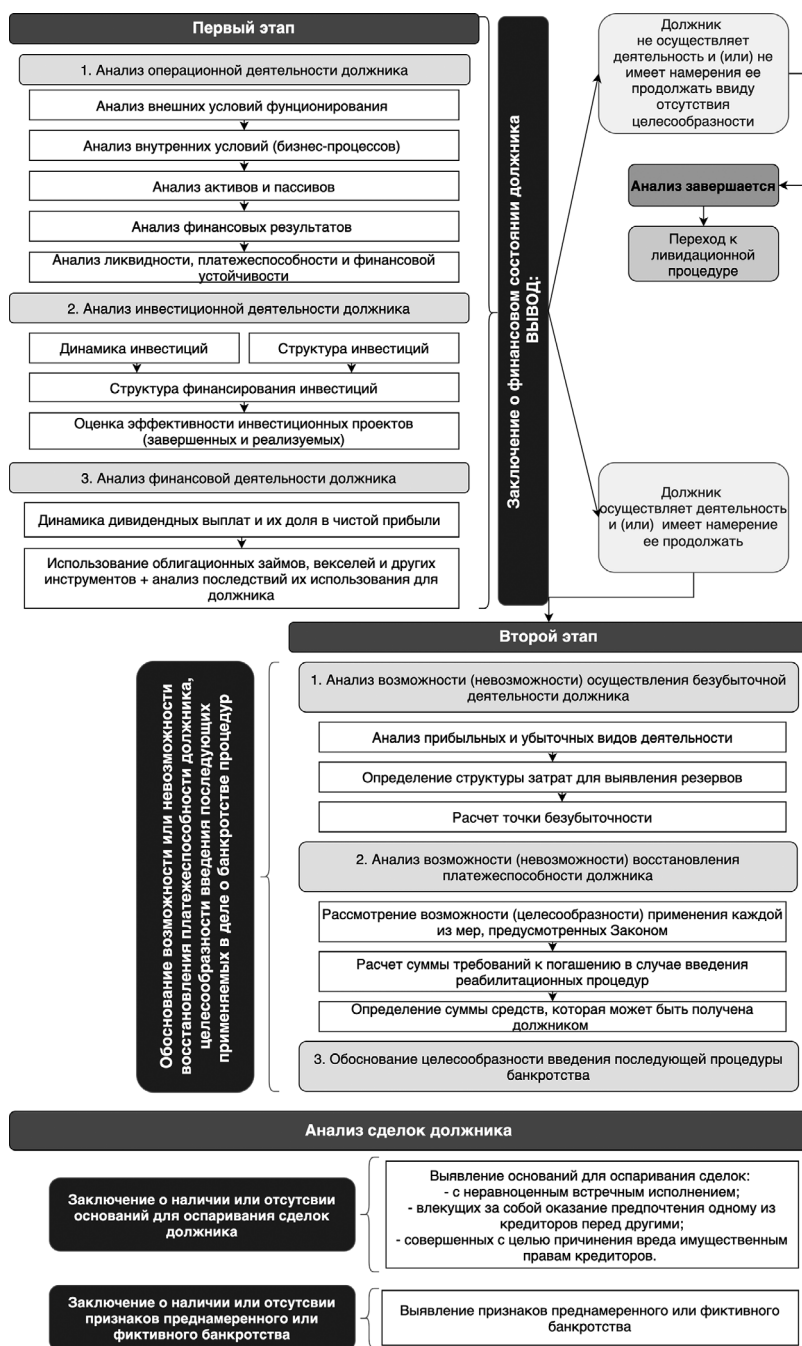
Модификация алгоритма анализа финансового состояния и сделок должника арбитражным управляющим

Недостатки действующих Правил анализа, которыми обязан руководствоваться арбитражный управляющий, широко описаны в литературе [3; 14; 15]. Для арбитражного управляющего нами предлагается новая концепция анализа финансового состояния и сделок должника в процедурах банкротства на основе комбинированной модели, которая позволяет сосредоточиться на выявлении причин несостоятельности и предпосылок, при которых бизнес должника может возродиться с учетом рыночного и ресурсного потенциала, либо точнее определить размер конкурсной массы при ликвидации⁸. Концепция описывает задачи анализа в каждой из процедур, содержит двухступенчатый подход к обязательному базовому анализу, раскрывает алгоритм его проведения (см. рис. 1), включает механизм анализа сделок на базе технологий финансовых расследований недобросовестного поведения менеджмента должника [12] и рассматривается как основа для корректировки существующих Правил анализа.

Предлагаемый подход доведен до практического алгоритма: описывает процедуры анализа по каждому разделу, включает типовые формы заключений арбитражного управляющего, обеспечивает унификацию формата представления данных в виде таблиц и ответов на вопросы, которые помогают сделать выводы с учетом отрасли, масштаба и рода деятельности должника.

Принятие разработанной концепции в формате рекомендаций (а не федерального стандарта) позволит подстраивать методику ана-

⁸ Подход апробирован автором статьи при работе над проектом Федерального стандарта «Правила проведения арбитражным управляющим анализа финансового состояния должника», одобрен профессиональным сообществом и имеет высокий потенциал для применения на практике.



*темно-серый цвет – этапы анализа, черный – типовые формы завершающих документов в соответствии с Законом.

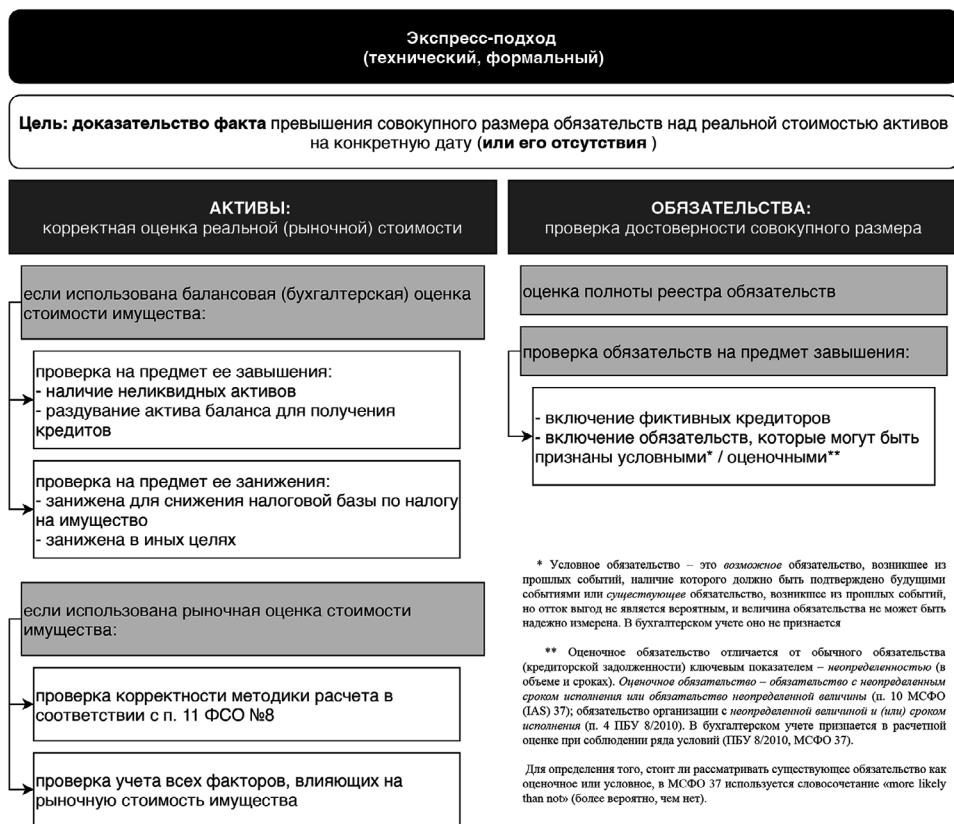
Источник: составлено автором.

Рис. 1. Алгоритм анализа финансового состояния компании-должника арбитражным управляющим

лиза под конкретного должника, даст аналитику больше степеней свободы, оставляя окончательный выбор инструментария на усмотрение арбитражного управляющего – исходя из задач анализа в конкретной процедуре, необходимости соблюдения принципов полноты и достоверности, особенностей предпринимательской деятельности должника и самого процесса банкротства.

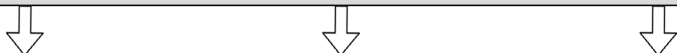
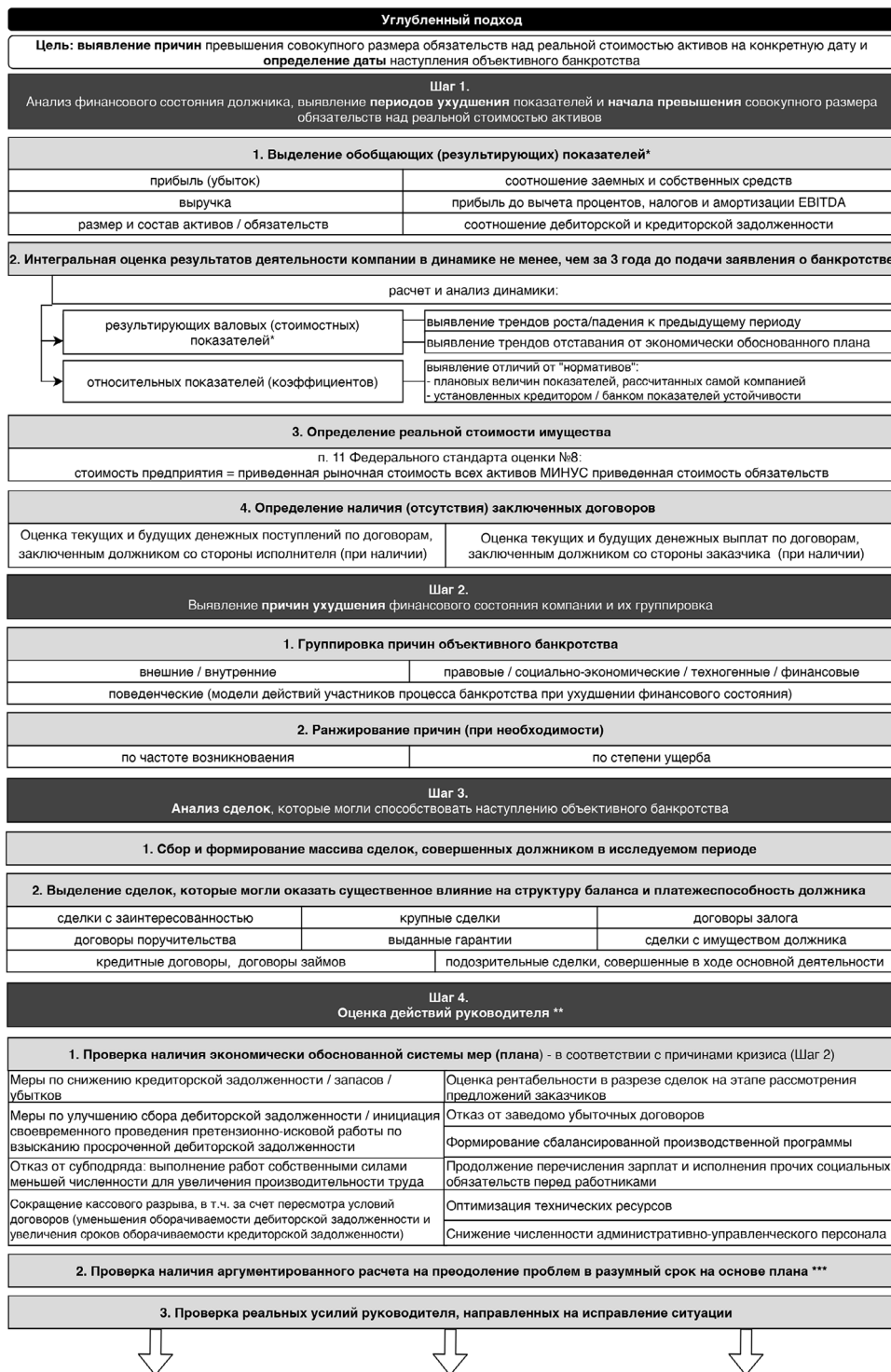
Предлагаемый нами методический подход к распознаванию признаков объективного банкротства содержит 2 этапа: «экспресс-подход» (формальный, технический), вытекающий непосредственно из определения (см. рис. 2), и «углубленный» (расширенный), раскрывающий причины объективного банкротства и позволяющий установить момент его наступления (см. рис. 3).

Основной сложностью на 1-м этапе является оценка реальной (рыночной) стоимости имущества, т. к., согласно нормативному акту, привлечение оценщика для определения признаков объективного банкротства необязательно.



Источник: разработано автором.

Рис. 2. Схема экспресс-подхода к выявлению объективного банкротства.



Окончание и подписанная подпись Рис. 3 см. на с. 104.



* Перечень показателей варьируется в конкретных случаях. Периодичность их расчета зависит от доступности информации, вида деятельности компании, но при выявлении «подозрительного» периода (например, года) внутри этого периода рекомендуется рассмотреть динамику с «шагом» 1 месяц.

** Оценка действий руководителя: добросовестность, разумность действий, адекватность поведения с точки зрения среднестатистического руководителя. На схеме указаны встречающиеся примеры антикризисных мер.

*** Например, взаимосвязь с п. 4 Шага 1 по проверке наличия заключенных на перспективу договоров: если они рентабельны (п. 1 Шага 5), прогнозируются поступления от заказчиков, а расчет считается аргументированным.

Источник: составлено автором.

Рис. 3. Схема реализации углубленного (расширенного) подхода к выявлению причин и установлению момента объективного банкротства должника.

Установленная на 2-м этапе дата используется для расчета суммы субсидиарной ответственности руководителя за несвоевременную подачу (неподачу) заявления о банкротстве.

Методика определения «объективного банкротства», по нашему мнению, должна стать составной частью рекомендаций (или стандарта) по проведению финансового анализа должника арбитражным управляющим. Разработанный алгоритм подходит для интеграции в нормативные документы.

Модель сценарной оценки целесообразности приобретения проблемного бизнеса потенциальным инвестором

В оздоровлении проблемного бизнеса могут участвовать не только кредиторы компании-должника, но и потенциальные инвесторы, для которых предлагается модель сценарной оценки приобретения проблемного бизнеса. Модель позволяет сопоставлять затраты на его покупку, восстановление и интеграцию в основной бизнес с потенциальным синергетическим эффектом, стоимостью объединенного биз-

неса через 1, 3, 5, 10 лет и оценкой стоимости компаний по отдельно-сти (без слияния/присоединения). Модель включает три этапа:

1) оценка целесообразности сделки: диагностика состояния компа-нии-цели → выявление рисков и угроз → разработка стратегии и плана первоочередных действий → определение ключевых факторов успеха интеграции и критериев его достижения → фиксация сроков, этапов, точек контроля → оценка финансовых возможностей инвестора на покупку «цели» и осуществление интеграции;

2) оценка стоимости восстановления бизнеса и интеграционных мер с учетом периода реализации. Первая часть такого плана – анти-кризисная, направленная на стабилизацию приобретаемого проб-лемного бизнеса: реновацию внеоборотных активов, модификацию управления оборотными активами, улучшение бизнес-процес-сов, кадровые перестановки, активизацию рыночного потенциала, корректировку управления финансовыми потоками, привлечение административных ресурсов. Вторая часть плана – интеграционная, включает комплекс взаимозависимых управленческих мер, действу-ющих в восьми перспективах: рыночной, ресурсной, процессной, менеджериальной, кадровой, финансовой, безопасности, ESG для устойчивого развития. При разработке плана следует использовать возможности сетевого подхода к разработке антикризисных про-грамм [1; 4; 16];

3) оценка синергетического эффекта от объединения бизнесов: выявление формы и факторов синергии, расчет стоимости объединен-ного бизнеса и сравнение со стоимостью каждой компании до слия-ния → расчет чистого выигрыша для инвестора по формуле:

$$NPV_{\text{проекта}MA} = NPV_{AB_t} - NPV_{A_t} - \sum Cost_{B_t} * DF - V_{B_0'}$$

где: NPV_{AB_t} – приведенная стоимость объединенной компании АВ через t лет; NPV_{A_t} – приведенная стоимость компании-покупателя А через t лет в случае, если бы сделка по присоединению фирмы В не состоялась (альтернативная стоимость); $\sum Cost_{B_t} * DF$ – дисконтирован-ная стоимость затрат на интеграцию (ежегодные выплаты в течение t лет за услуги привлеченных консультантов, юристов, оценщиков, аудиторов, затраты на переобучение персонала и проч. – в соответ-ствии с планом интеграции); DF – коэффициент дисконтирования по ставке альтернативной стоимости капитала (средневзвешенная других рыночных возможностей при отсутствии затрат на интегра-цию); $V_{B_0'}$ – единовременные затраты на приобретение компании В в момент сделки.

Выигрыш предлагается выразить через расчет приведенной сто-имости объединенной компании (через 1, 3, 5, 10 лет) за минусом

затрат на приобретение неблагополучной компании-цели в момент сделки и стоимости прежнего бизнеса инвестора (через те же временные интервалы) в альтернативном варианте – если бы сделки не было. Подобное сравнение дает возможность оценить рост стоимости бизнеса инвестора без приобретения проблемной компании и увидеть наличие (или отсутствие) эффекта от сделки при расчете стоимости объединенного бизнеса с учетом понесенных затрат.

Заключение и рекомендации

Предпринятое исследование позволило разработать независимые алгоритмы оценки состояния бизнеса для четырех основных стейкхолдеров компании с учетом стоящих перед ними задач на разных стадиях жизненного цикла организации:

- для собственника и менеджмента компании – уточненную индикативную базу аудита состояния бизнеса;
- для кредитора – стратегическую карту анализа проблемного заемщика, включающую экспресс-диагностику и расширенный триггер-анализ, которая позволяет выявить признаки проблемности и потенциальные драйверы антикризисного управления бизнесом;
- для арбитражного управляющего – модифицированный алгоритм анализа финансового состояния и сделок должника, включающий выявление признаков «объективного» банкротства;
- для потенциального инвестора – модель сценарной оценки приобретения проблемного бизнеса, включающую сопоставление затрат на его покупку, восстановление и интеграцию с расчетным синергетическим эффектом и стоимостью объединенного бизнеса.

В агрегированном виде *собственники и менеджеры* компаний при мониторинге финансового состояния бизнеса используют расчетно-аналитический метод, метод системного анализа и моделирование. Они опираются на систему операционных, инвестиционных, финансовых, управленческих и организационных признаков снижения устойчивости бизнеса, а также на индикативную базу моделей диагностики банкротства, производя анализ как собственными силами, так и с привлечением консультантов (аудиторов, оценщиков).

Предлагаемая нами *для кредиторов* двухуровневая модель анализа бизнеса заемщика, выраженная в форме стратегической карты, представляет собой комплексный инструмент работы с проблемной задолженностью. На этапе экспресс-диагностики состояния бизнеса это позволяет оценить как готовность (или неготовность) собственника к оздоровлению при участии банка, так и наличие активов для этого.

На втором уровне стратегическая карта позволит кредитору отследить рыночные, ресурсные, процессные и финансовые триггеры проблемности заемщика, на этой основе выявить доступные направления восстановления бизнеса (или их отсутствие) и выбрать адекватную стратегию работы с проблемным заемщиком.

Действующий формальный подход к анализу *арбитражными управляющими* не всегда позволяет верно определить факт потери платежеспособности компанией, время и причины ее наступления. Получается, что обязанность арбитражного управляющего обосновать переход к той или иной дальнейшей процедуре банкротства во многих случаях трудно выполнима, так как установленная методика не позволяет четко выявить правовые и экономические критерии для применения мер восстановления к должнику. Предлагаемая новая концепция анализа финансового состояния должника в процедурах банкротства призвана сохранить все положительное из действующих Правил анализа (комплексность, системность) но и развить данные подходы с учетом накопленного опыта и правоприменительной практики в целях стимулирования реабилитационного потенциала банкротства. Обновление подхода к анализу также продиктовано продолжающимся интенсивным реформированием смежной регуляторной базы.

Интерес к проблемному бизнесу как накануне, так и в процедуре банкротства, может проявить и *потенциальный инвестор*. Для него предлагается сценарная модель оценки, позволяющая рассчитать выгоду, альтернативные издержки, стоимость бизнеса (до покупки, на момент сделки и после объединения), и отдельные финансовые индикаторы, выявленные консультантами в ходе экспресс-анализа состояния проблемного бизнеса.

Дифференциация подходов при оценке состояния компании позволяет применять инструменты, в наибольшей степени отвечающие задачам разных стейкхолдеров для принятия более обоснованных управленческих решений на разных стадиях жизненного цикла бизнеса.

ЛИТЕРАТУРА

1. Аньшин В.М. Системный подход в управлении трансформационными программами в компании // Научные исследования и разработки. Российский журнал управления проектами. 2016. Т. 5. № 2. С. 3–20.
2. Ариничев И.В., Матвеева Л.Г., Ариничева И.В. Прогнозирование банкротства организации на основе метрических методов интеллектуального анализа данных // Journal of Economic Regulation (Вопросы регулирования экономики). 2018. Т. 9. № 1. С. 61–73.
3. Бобылева А.З. Проект Федерального стандарта проведения арбитражным управляющим анализа финансового состояния должника // Стратегические решения и риск-менеджмент. 2016. № 2 (95). С. 43–47.

4. Бобылева А.З., Львова О.А. Управление трансформационными программами слияний и присоединений с участием проблемных компаний // Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент. 2019. Т. 18. № 4. С. 483–509.
5. Бобылева А.З., Львова О.А. Финансово-экономический инструментарий выявления признаков объективного банкротства // Актуальные проблемы экономики и права. 2020. № 1. С. 22–39.
6. Гришина С.А., Горбунова О.А. SPACE-анализ как метод оценки действующей стратегии в организации // Вестник современных исследований. 2018. №. 9.4. С. 76–79.
7. Ивашковская И.В., Константинов Г.Н., Филонович С.Р. Становление корпорации в контексте жизненного цикла организации // Российский журнал менеджмента. 2004. Т. 2. № 4. С. 19–34.
8. Казаков А.В., Колышкин А.В. Разработка моделей прогнозирования банкротства в современных российских условиях // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. 2018. №. 2. С. 241–266.
9. Ивлев В., Потова Т. Система сбалансированных показателей (balanced scorecard, BSC) // Менеджмент сегодня. 2001. №. 4. С. 24–33.
10. Карелина С.А. Признаки объективного банкротства, используемые при определении оснований привлечения к субсидиарной ответственности за невозможность полного погашения требований кредиторов вследствие действий и (или) бездействия контролирующего должника лица // Хозяйство и право. 2020. № 3. С. 32–47.
11. Львова О.А. Возможности и ограничения применения моделей диагностики банкротства для предупреждения несостоятельности // Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика. 2021. № 4. С. 73–94.
12. Львова О.А. Роль инструментария финансовых расследований в процедурах банкротства компаний // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2018. № 2. С. 125–140.
13. Маракулина И.В., Анфертьева Н.И. Применение методов стратегического анализа при обосновании конкурентной стратегии организации // Концепт. 2013. № 8 (24). С. 26–30.
14. Покровская Н.В., Львова Н.А. Финансовый анализ неплатежеспособных предприятий: роль бухгалтерской и налоговой отчетности // Международный бухгалтерский учет. 2015. № 14. С. 30–40.
15. Рудакова О.Ю., Рудакова Т.А. Полнота и достоверность финансового анализа должника в процедурах банкротства // Стратегические решения и риск-менеджмент. 2013. № 1. С. 76–83.
16. Anshin V., Bobyleva A. The digital transformation program management in medium-sized businesses: a network approach // Serbian Journal of Management. 2021. Т. 16. № 1. С. 147–159.
17. Bellovary J.L., Giacominio D.E., Akers M.D. A review of bankruptcy prediction studies: 1930 to present // Journal of Financial education. 2007. С. 1–42.
18. Borgonovo E., Plischke E. Sensitivity analysis: A review of recent advances // European Journal of Operational Research. 2016. Т. 248. № 3. С. 869–887.
19. Grundy T. Rethinking and reinventing Michael Porter's five forces model // Strategic change. 2006. Т. 15. №. 5. С. 213–229.

20. Guidelines “Prudential treatment of problem assets – definitions of non-performing exposures and forbearance” of Basel Committee on Banking Supervision // Bank for International Settlements. 2016. P. 10. <https://www.bis.org/bcbs/publ/d403.pdf> (дата обращения: 28.06.2023).
21. *Kosow H., Gafner R.* Methods of future and scenario analysis: overview, assessment, and selection criteria. DEU. 2008. T. 39. C. 39–134.
22. *Postma T.J.B.M., Liebl F.* How to improve scenario analysis as a strategic management tool? // Technological Forecasting and Social Change. 2005. T. 72. № 2. C. 161–173.
23. *Rudnicki W., Vagner I.* Methods of strategic analysis and proposal method of measuring productivity of a company // Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie. 2014. № 2 (25). C. 175–184.
24. *Wu Y., Gaunt C., Gray S.* A comparison of alternative bankruptcy prediction models // Journal of Contemporary Accounting & Economics. 2010. T. 6. №. 1. C. 34–45.

REFERENCES

1. *Anshin V.M.* System approach in the management of transformational programs in the company // Scientific research and development. Russian Journal of Project Management. 2016. Vol. 5. No. 2. Pp. 3–20. (In Russ.).
2. *Arinichev I.V., Matvееva L.G., Arinicheva I.V.* Forecasting the bankruptcy of an organization based on metric methods of data mining // Journal of Economic Regulation (Issues of economic regulation). 2018. Vol. 9. No. 1. Pp. 61–73. (In Russ.).
3. *Bobyleva A.Z.* Draft Federal Standard for conducting an analysis of the debtor’s financial condition by an arbitration manager // Strategic decisions and risk management. 2016. No. 2 (95). Pp. 43–47. (In Russ.).
4. *Bobyleva A.Z., Lvova O.A.* Management of transformational programs of mergers and acquisitions with the participation of problem companies // Bulletin of St. Petersburg University. Management. 2019. Vol. 18. No. 4. Pp. 483–509. (In Russ.).
5. *Bobyleva A.Z., Lvova O.A.* Financial and economic tools for identifying signs of objective bankruptcy // Actual problems of economics and law. 2020. No. 1. Pp. 22–39. (In Russ.).
6. *Grishina S.A., Gorbunova O.A.* SPACE analysis as a method of evaluating the current strategy in the organization // Bulletin of Modern Research. 2018. No. 9.4. Pp. 76–79. (In Russ.).
7. *Ioashkovskaya I.V., Konstantinov G.N., Filonovich S.R.* The formation of a corporation in the context of the life cycle of an organization // Russian Journal of Management. 2004. Vol. 2. No. 4. Pp. 19–34. (In Russ.).
8. *Kazakov A.V., Kolyshkin A.V.* Development of bankruptcy forecasting models in modern Russian conditions // Bulletin of St. Petersburg University. Economy. 2018. No. 2. Pp. 241–266. (In Russ.).
9. *Tolev V., Popova T.* Balanced scorecard (BSC) // Management today. 2001. No. 4. Pp. 24–33. (In Russ.).
10. *Karelina S.A.* Signs of objective bankruptcy used in determining the grounds for bringing to subsidiary liability for the inability to fully repay creditors’ claims due to the actions and (or) inaction of the controlling debtor person // Economy and Law. 2020. No. 3. Pp. 32–47. (In Russ.).

11. *Lvova O.A.* Possibilities and limitations of using models of bankruptcy diagnostics to prevent insolvency // *Bulletin of the Moscow University. Series 6: Economics.* 2021. No. 4. Pp. 73–94. (In Russ.).
12. *Lvova O.A.* The role of financial investigation tools in bankruptcy procedures of companies // *Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences.* 2018. No. 2. Pp. 125–140. (In Russ.).
13. *Marakulina I.V., Anfertieva N.I.* Application of strategic analysis methods in substantiating the competitive strategy of an organization // *Concept.* 2013. No. 8 (24). Pp. 26–30. (In Russ.).
14. *Pokrovskaya N.V., Lvova N.A.* Financial analysis of insolvent enterprises: the role of accounting and tax reporting // *International accounting.* 2015. No. 14. Pp. 30–40. (In Russ.).
15. *Rudakova O.Yu., Rudakova T.A.* Completeness and reliability of the debtor's financial analysis in bankruptcy procedures // *Strategic Decisions and Risk Management.* 2013. No. 1. Pp. 76–83. (In Russ.).
16. *Anshin V., Bobyleva A.* The digital transformation program management in medium-sized businesses: a network approach // *Serbian Journal of Management.* 2021. Vol. 16. No. 1. Pp. 147–159.
17. *Bellovary J.L., Giacchino D.E., Akers M.D.* A review of bankruptcy prediction studies: 1930 to present // *Journal of Financial education.* 2007. Pp. 1–42.
18. *Borgonovo E., Plischke E.* Sensitivity analysis: A review of recent advances // *European Journal of Operational Research.* 2016. Vol. 248. No. 3. Pp. 869–887.
19. *Grundy T.* Rethinking and reinventing Michael Porter's five forces model // *Strategic change.* 2006. Vol. 15. No. 5. Pp. 213–229.
20. Guidelines "Prudential treatment of problem assets – definitions of non-performing exposures and forbearance" of Basel Committee on Banking Supervision // *Bank for International Settlements.* 2016. P. 10. <https://www.bis.org/bcbs/publ/d403.pdf> (accessed: 28.06.2023).
21. *Kosow H., Gafner R.* Methods of future and scenario analysis: overview, assessment, and selection criteria. DEU. 2008. Vol. 39. Pp. 39–134.
22. *Postma T.J.B.M., Liebl F.* How to improve scenario analysis as a strategic management tool? // *Technological Forecasting and Social Change.* 2005. Vol. 72. No. 2. Pp. 161–173.
23. *Rudnicki W., Vagner I.* Methods of strategic analysis and proposal method of measuring productivity of a company // *Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie.* 2014. No. 2 (25). Pp. 175–184.
24. *Wu Y., Gaunt C., Gray S.* A comparison of alternative bankruptcy prediction models // *Journal of Contemporary Accounting & Economics.* 2010. Vol. 6. No. 1. Pp. 34–45.

Дата поступления рукописи: 29.06.2023 г.

СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРЕ

Львова Ольга Александровна – доктор экономических наук, доцент кафедры финансового менеджмента факультета государственного управления Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова, Москва, Россия

ORCID: 0000-0001-9835-3418

Lvova@spa.msu.ru

ABOUT THE AUTHOR

Olga A. Lvova – Dr. Sci. (Econ.), Associate Professor at the Financial Management Department, School of Public Administration, Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russia

ORCID: 0000-0001-9835-3418

Lvova@spa.msu.ru

BUSINESS EVALUATION WITHIN CRISIS MANAGEMENT: APPROACHES FOR OWNERS, CREDITORS, INSOLVENCY PRACTITIONERS AND INVESTORS

The article suggests approaches to business evaluation by various stakeholders for crisis management purposes. For owners and managers, an identification system of business sustainability decline has been developed, including market, operational, investment, financial, managerial and organizational indicators. For creditors, a strategic map is proposed, containing market, process, resource and financial triggers identified during express diagnostics and advanced trigger analysis. For insolvency practitioners, the methodology of financial analysis has been modified, supplemented by an algorithm for debtor's transactions analysis and identifying signs of "objective bankruptcy". For potential investors, a scenario assessment model has been developed, which makes it possible to determine the benefits, opportunity costs, the feasibility of merger or acquisition of a distressed company, the cost of its restoration and integration, and the synergetic effect of such M&A.

Keywords: *financial analysis, business sustainability, signs (indicators, triggers) of crisis, insolvency (bankruptcy), insolvency practitioner, debtor, creditor, investor, mergers and acquisitions with distressed companies, strategic map, financial ratios.*

JEL: D25, G21, G33, G34, H12, M42.